

### グローバル債券市場レポート

# グローバル・リフレが持続

本書はモルガン・スタンレー・インベストメント・マネジメントの債券運用部門が作成したレポートを邦訳したものです。2017年3月現在の債券運用部門による見通しおよび意見を示すものであり、市場環境および経済環境等の変化により変更される場合があります。データについては特に記載のない限り2017年2月末現在です。

債券 | 債券運用部門 | マクロ・インサイト | 2017年3月

## 1. アウトルック

- 足元では経済成長の改善と財政出動が及ぼす金利上昇圧力と、トランプ大統領の政策をめぐる不透明感および欧州の政治的リスク・イベントが拮抗しており、この結果、リスクフリー金利はボックス圏で推移するとみられる。こうした環境においては、利回りを補強する戦略に焦点を当てるのが理に適っている。
- 経済指標がさらに改善しない限り、10年債の現在の水準はほぼ適正水準にあるとみることができる。トランプ政権下で導入される新たな政策を一因に経済成長が加速すれば、「適正水準」は押し上げられる公算が大きい。2017年に景気は引き続き底堅く推移する見通しで、規制改革の方向性や財政出動に関わる不透明感が薄れるに伴い、今年後半にはリスクフリー利回りの上昇が予想される。このため、リスクフリー利回り上昇に備えたポジションを構築したい。
- 1つの中国に対する米国の政策の転換や、NATOの不支持に関する地政学的テール・リスクは大きく低下した。保護貿易主義がエスカレートするという超悲観シナリオも後退した。だが、改めて保護貿易主義的傾向が高まったり、20%の国境調整税が導入される事態となれば、米ドルと新興国の見通しに多大な影響を及ぼすだろう。市場が多少なりともネガティブな反応を示すなら、メキシコとアジア新興国は大きな打撃を被る恐れが大きい。
- メキシコについては、メキシコ・ペソは底値から10%値上がりしている。にもかかわらず、依然として新興国通貨の中で最も過小評価されていることは変わらず、米国が保護貿易的姿勢を強める可能性に関わる大幅なリスク・プレミアムを、今も織り込んでいることに留意したい。
- ネガティブなニュースが台頭しない限り、テクニカル要因と底堅いマクロ・ファンダメンタルズが追い風となり、米投資適格クレジットおよびハイイールド・クレジットのスプレッドは引き続きタイト化すると予想される。今後の欧州の選挙で反ユーロ・リスクが後退すれば、スプレッドはなお縮小する可能性がある。
- 商業用不動産ローン担保証券 (CMBS) については、引き続き慎重ながらもオーバーウェイトする。入居率が過去最高水準に達し、賃料が上昇するなか、CMBSは大半のセクターが好パフォーマンスをみせている。ただし、小売りショッピング・センターに対しては警戒を怠らない。

## TABLE OF CONTENTS

### 1. アウトルック

先進国市場の金利および為替見通し

新興国市場見通し

クレジット市場見通し

証券化商品市場見通し

### 2. 市場サマリー

先進国市場

新興国市場

1) 米ドル建て新興国債券

2) 現地通貨建て新興国債券

3) 新興国社債

投資適格社債市場

ハイイールド社債市場

証券化商品市場

2016年の第4四半期以降、世界の経済活動は着実に向上し始めた。2月に入ってもこの傾向は衰えを見せず、同月、世界の製造業PMIおよび米ISMはともに2年ぶりの高水準に達した。経済成長の加速とコモディティ価格上昇のベース効果を踏まえて、FRBは利上げのタイミングを前倒しする意向で、3月に25bpsの利上げに踏み切った。2月は株式がアウトパフォームし、米投資適格債や現地通貨建て新興国債などのスプレッドがタイト化した。他方、リスクフリー金利の動向を決定づけるほどには、インフレ率上昇は明確になっていない。債券市場が引き続き世界的なリフレトレンドやFRBの反応関数、トランプ大統領の経済改革、ユーロ圏の政治的なリスクを消化しようとするなか、10年債利回りは狭いレンジで推移した。

米国の経済指標が反発するに伴い、経済にどの程度のスラック(余剰資源)が残っているか、そしてそれがFRBの政策にどのような影響を及ぼすのかを巡って疑問が台頭した。現時点でリスク資産にとっての脅威は、FRBが市場の予想以上にタカ派的姿勢を強めることだろう。この点において、2月の雇用統計はリスク・センチメントを後押しする内容となった。2月には失業率が上昇したが、これは主に58万4000人の人々が労働力として参加した影響で、労働参加率が62.9%に押し上げられたことによる。同時に、平均時間当たり賃金の伸びは低下した。一連の指標は、米労働市場にはイエレンFRB議長がしばしば「シャドー労働力」と呼ぶスラックが残っている可能性を示唆している。労働市場への参加を拒まれていた労働者が労働力として復帰すれば、新たな働き手が増加して賃金圧力を抑え、労働コストを抑制して、企業の利益率を押し上げる可能性が大きい。国内インフレの落ち着きはまた、FRBが利上げに対してより忍耐強いペースで臨めることを意味している。金利が依然低水準にあり、景気信頼感が改善に向かっており、企業が高い収益性を維持しているなどの好要因が重なり、リスク資産と現在の景気拡大にとって

ポジティブな環境が用意されている。しかも、景気に対するこうした明るい材料が出揃ってきたにもかかわらず、FRBが早急な利上げに動いて「景気に冷や水を浴びせる」ことは考えにくい。

金利にとってもう1つの重大な疑問は、財政出動のタイミングと今後の政治動向である。トランプ大統領は、規制の重石を大胆に減らすことを連邦規制当局に命じる大統領令に署名した。これに伴って企業の事業投資の拡大が期待されるが、影響はそれにとどまらない。おそらく最も重要なのは、銀行が中小企業向け融資を拡大する公算があることだ。中小企業向け融資は未だグローバル金融危機前の水準に戻っていない。しかしながら税制およびインフラ政策面については、市場が明白なシグナルを受け取るのは、2017年後半以降となりそうだ。医療費や移民、国防費などに関して様々な規制上の問題をクリアしなければならないからである。

トランプ大統領の経済政策が成功するか否かは、これらの計画に対するFRBの反応と、経済の実際の足取りにかかっている。今後18ヶ月の間に大統領はFRBメンバーを3人から最大5人入れ替える見通しで、とりわけ議長と副議長については交代させる意向のようだ。新たなFRBの顔ぶれと傾向が、金融政策と規制政策に多大な変化をもたらすことも考えられる。イエレン議長の任期が終了するのは2018年1月なので、2017年半ばまで不透明感は続くであろう。欧州も、もう1つのリスクの源泉となる。ユーロ圏中核国の大半で、今年選挙が予定されているからである。先のオランダの下院議会選挙に続き、今年はフランス、ドイツ、そしておそらくイタリアでも重要な選挙が行われる。フランスの大統領選挙をめぐるニュースが盛んに報道されており、このことが今後数ヶ月にわたり、リスク選好に影を投げかけることもあり得る。

足元では、経済成長の改善および財政出動が及ぼす金利上昇圧力と、トランプ大統領の政策をめぐる不透明感および欧州の

政治リスク・イベントが拮抗しており、この結果、リスクフリーレートはボックス圏で推移するとみられる。こうした環境においては、利回りを補強する戦略に焦点を当てるのが理に適っている。多くのセクターでスプレッドがすでに大幅にタイト化しているものの、現地通貨建て新興国債市場や、商業用不動産担保証券(CMBS)の一部に投資妙味がある。これらの資産はコモディティ価格の改善や、改革に向けての取り組みが追い風になっている。今後については、今年後半に予想されるリスクフリー利回りの上昇に備えたポジションを構築したい。その頃には、規制改革の方向性や財政出動が明らかになるにつれ、リスクフリー利回りの上昇が予想される。

#### 先進国の金利および為替見通し

2013年以降初めて、2017年は債券の弱気材料が複数しかも同時に浮上しつつある。つまり、米国内外における経済指標の改善、インフレ率上昇、金融緩和策の縮小、財政政策の緩和、リスク・プレミアムの上昇といった要因が、一斉に台頭してきている。基本的には、過去数年にわたり利回りを押し下げてきたあらゆる要因が、反転するとみられるのだ。しかしながら、経済指標がさらに改善しない限り、10年債の現在の水準はほぼ適正水準にあると言ってよからう。経済成長が加速すれば、「適正水準」は押し上げられるだろう。経済成長が加速するか否かは、1つにはトランプ政権下で導入される新たな政策ミックスにかかっている。こうした環境下、一段の経済成長改善とインフレ率上昇に対するヘッジとして、総じてデューションを引き続き小幅アンダーウェイトする。

欧州中央銀行(ECB)による継続的な資産買い入れにより、ユーロ圏周縁国の実質金利は引き続き低下するとみている。ECBの目的は、インフレ期待を上向かせるべく、必要な金融および経済のリバランスを実施することにある。以上の観点から、これまでどおりイタリアとスペインのインフレ連動債を選好し、ユーロ圏のデューションを小幅ネガティブとする。但し、ユーロ圏中核諸国につ

上記は2017年3月現在の債券運用部門による見通しおよび意見を示すものであり、市場環境および経済環境等の変化により変更される場合があります。データについては特に記載のない限り2017年2月末現在です。

いては、経済成長およびインフレ・ダイナミクスの改善を受けて、市場ではECBが量的緩和を縮小する（テーパリング）との思惑が高まる可能性がある。そうした展開となれば、リスク・プレミアムが上昇し、イールドカーブがスティープニングすることが予想される。ポピュリストの台頭により政治リスクが上昇したことで、ユーロ圏のスプレッドは拡大した。この結果、スペインやポルトガルでは、スプレッドは経済・政治ファンダメンタルズに対してミスプライスされていると考える。

通貨については、米ドルは2017年を通じて底堅く推移するとみている。世界各国との短期金利の格差拡大や、財政出動が牽引役になるとみられる。割安感の出ている通貨を注視する必要がある。その代表格がスウェーデン・クローナとロシア・ルーブルである。金融政策の有効性をめぐって世界的に懐疑感が強まるなか、経済が巡航速度を超えた成長を見せているスウェーデンでは、中央銀行（Riksbank）が一段の金融緩和に頼ることは困難だろう。英ポンドに対しては弱気スタンスをとる。Brexitをめぐる不透明感が経済成長の逆風になるとみられるため、イングランド銀行はハト派的姿勢を貫くだろう。世界経済が力強さを増すなら、新興国通貨も興味深い。このシナリオにおけるワイルドカードは、トランプ大統領がどのような保護主義的政策を打ち出すかである。例えば、過度のドル高に対して不満を述べれば、ドル強気派の間に動揺が走ろう。

#### 新興国市場見直し

この数ヶ月に、世界経済の成長は改善の兆しを見せた。米新政権のリフレ政策の下で、「アニマル・スピリッツ」が鼓舞し、世界的に景況指数が押し上げられたことによる。今後、財政政策のタイミングと規模の詳細が明らかになり、最近の景気信頼感の改善が裏付けられるのを待ちたい。一方、1つの中国に対する米国の政策の転換や、北大西洋条約機構（NATO）の不支持に関する地政学的テール・リスクは、明らかに大きく低下した。さらには、中国を為替操作国として認定したり、北米自由貿易協定

（NAFTA）を見直すなど、保護貿易主義がエスカレートするといった超悲観シナリオも後退した。こうしたテール・リスクの低下を市場は歓迎したが、実際の政策の詳細はほとんど明らかにされていない。改めて保護貿易主義的傾向が高まったり、20%の国境調整税が導入されたりすれば、米ドルと新興国の見通しは大きく変化する。市場が多少なりともネガティブな反応を示せば、メキシコとアジア新興国が最も深刻な打撃を被る公算が大きい。

世界の経済成長について言えば、米国の成長加速の恩恵は、トランプ新大統領がどの程度保護主義的な貿易政策をとるかにより、一部相殺されるとみられることは変わっていない。正味の効果が明確になるまでにはなお時間が必要だが、メキシコとアジア新興国が引き続き最大の焦点となろう。トランプ大統領と共和党内の伝統的に貿易志向の強い勢力が協調的な歩調をとれば、保護主義的政策の影響は弱まるものと思われる。とりわけ、米国の景気見通しを損ないかねない、大衆迎合的な選挙戦中の公約を達成するよりも、米国経済の成長加速がより重視されればなおさらである。2017年にはブラジルとロシアのネガティブな影響が弱まるにつれ、新興国がリードする形で、先進国と新興国の成長格差は再び拡大に向かうとみられる。中国に関しては、中期的には成長減速が続くと思われるが、足元の成長見通しは、引き続き財政・金融政策の支援が得られるか否かにかかっている。最近の中国の経済指標からは、経済の底堅さがあるかがえる。2017年第1四半期末から第2四半期にかけて、成長が再度減速することもあり得るにせよ、中国は依然として十分な政策のバッファーを有していることから、2017年の経済成長のあまりにも急速な鈍化は回避できると引き続きみている。

メキシコについては、メキシコ・ペソは1月20日の米大統領就任の2日前に底を付けた後、10%値上がりした。にもかかわらず、メキシコ・ペソは依然として新興国通貨の中で最も過小評価されており、米国が保護貿

易的姿勢を強める可能性もたらす大幅なリスク・プレミアムを、今も織り込んでいることに留意したい。アジア新興国については、大半の通貨が米大統領選前の水準まで戻しているかそれ以上となっている。このため、国境調整税導入の可能性が改めて蒸し返されたり、FRBがタカ派的姿勢を強めるに伴ってドルが上昇すれば、これらの通貨は相対的に脆弱となろう。金利については、メキシコ中央銀行（Banxico）は過剰な引き締めを行う意向はないことを明白にしている。2月初旬に50bpsの緩やかな追加利上げを実施したことを受けて、メキシコ中銀はFRBの動きに追随すると思われる。とりわけ、メキシコ・ペソのテール・リスクを引き下げるべく、メキシコ中銀が200億ドルの外貨スワップ枠導入を発表したことを踏まえれば、なおさらそう言える。

過去最低水準にある先進国の利回りが、引き続き新興国の「適切な」キャリー機会（とりわけ交易条件が急ピッチで改善しているコモディティ輸出）とスプレッドを下支えすると予想される。高利回り資産への資金流入が、引き続き「上押し」効果を及ぼすと期待されるためである。これには一部の新興国債券も含まれよう。投資家を新興国債券市場に誘引・後押ししてきた各種要因は、今もなお健在だとみられる。例えば、先進国市場の利回りは依然極めて低位にとどまっている。新興国の経済指標も、回復に転じたもようである。米連邦準備制度理事会（FRB）が度重なる利上げを実施するとの不安も、経済成長の加速とともに和らいでいるし（ただし2017年は、利上げが1-2回に留まる確率よりも、3回の利上げが行われる確率の方が高そうだ）、中国経済の失速懸念も後退している。新興国資産は、米国の利上げがインフレ率上昇ではなく成長加速を背景とするものなら、その影響を吸収できよう。だが、米国の政策不透明感の高まりに対しては、新興国資産は依然脆弱だ。さらに、FRBの対応が後手に回り、よりタカ派的な姿勢に転換する必要があることが示されれば、新興国資産は打撃を受けよう。

上記は2017年3月現在の債券運用部門による見直しおよび意見を示すものであり、市場環境および経済環境等の変化により変更される場合があります。データについては特に記載のない限り2017年2月末現在です。

### クレジット市場見直し

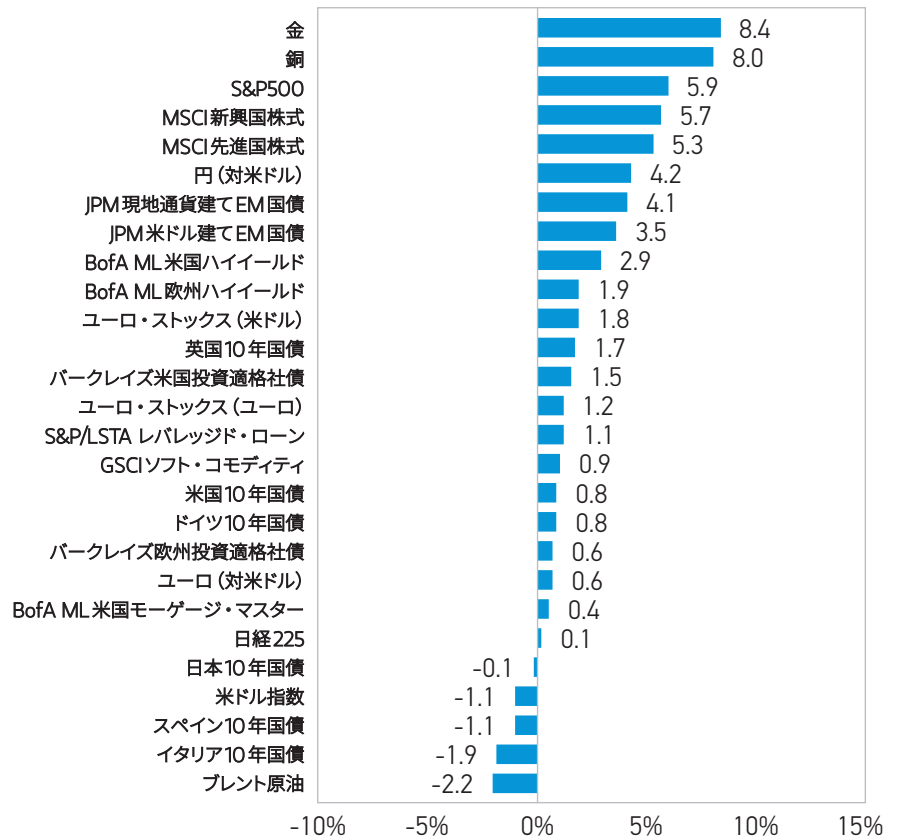
2月にリスク資産は底堅く推移した。グローバル・クレジット市場の環境を左右したのは主に株式市場である。株式市場は米国でも欧州でも好パフォーマンスとなった。米国では、S&P500がおよそ5%上昇、欧州でも株式指数は約2%上昇した。2月にボラティリティは狭いボックス圏の動きにとどまり、VIXは12で横ばいとなった。2月は、投資家が利回りの追求を続けるなか、テクニカル要因が堅調だったことからクレジットが引き続き市場を支配した。当月、米投資適格債が欧州投資適格債をアウトパフォーマンスした。ハイイールド市場も、米国と欧州のいずれにおいても力強いパフォーマンスを記録した。

ネガティブなニュースが台頭しない限り、テクニカル要因が追い風となり、米投資適格クレジットおよびハイイールド・クレジットのスプレッドは引き続きタイト化すると予想される。米国では、企業収益のクオリティ、発行市場の供給動向、政府が発表もしくは提案する政策のインプリケーションを引き続き注視する。欧州では、中央銀行は緩和スタンスを継続し、クレジット市場を支援するとみられる。3月も引き続き政局動向、企業収益、世界のクレジット市場の発行状況に着目する。今後の欧州の選挙で反ユーロ・リスクが後退すれば、スプレッドはなお縮小する可能性がある。

### 証券化商品市場見直し

エージェンシー・モーゲージ担保証券(MBS)はアンダーウェイトを維持する。名目スプレッドが歴史的な水準に低下し、オプション調整後スプレッド(OAS)が縮小していることによる。米大統領選挙後のデュレーション長期化リスクは取りあえず後退した。金利が新たな取引レンジを見出したうえで、この数ヶ月間に、MBSのデュレーション長期化がすでに相当程度実現されたことが背景にある。この2年間、エージェンシーMBSのリターンは冴えず、2017年も他の資産クラスと比較して明るいスタートを切ったとは言えない。しかも、現在の金利環境—FOMCは年内に2～3回の利上げに踏み切るもようである—を踏まえれば、

図表1  
資産別年初来リターン



出所：トムソン・ロイター、データストリーム。2017年2月28日現在。上記は米ドル・ベースのパフォーマンス。

2017年の見直しも特別ポジティブなものではない。エージェンシーMBSの名目スプレッドやオプション調整後スプレッドは現在、過去2年間のレンジのワイドな底にあるとはいえ、リスク環境とボラティリティも高まっている。FRBがMBSポートフォリオの再投資を停止する可能性があることも、エージェンシーMBSに慎重なスタンスをとるもう1つの理由である。FRBがMBSポートフォリオへの再投資を停止すれば、MBSの市場への純供給額が急増する恐れがある。

非エージェンシーMBSは、引き続き相対的に安定性が高く、魅力的な債券資産の1つとみなせる。魅力的なキャリア、ファンダメンタルズの改善、ネット・ベースでの供給減少を踏まえて、非エージェンシーMBSセクターのオーバーウェイトを維持する。非エージェンシーMBSの対米国債利回りスプレッドは、昨年、75-100bps程度タイト化し

た。しかしながらキャリアが依然魅力的で、ファンダメンタルズが改善基調にあることに基づき、非エージェンシーMBSの見直しを引き続きポジティブとする。また、米住宅市場についてもポジティブなスタンスを継続する。景気が緩やかな改善を続けており、住宅ローン金利が今も低位にあり、住宅の買い易さが平均を上回っていることが、そうしたスタンスをとる根拠である。供給面では、2017年に非エージェンシーMBSの残高は600億-700億米ドル減少するとみている。新規発行額はわずか250億-300億米ドル前後にとどまる見直しである。

商業用不動産ローン担保証券(CMBS)については、引き続き慎重ながらもオーバーウェイトする。入居率が過去最高水準に達し、賃料が上昇するなか、CMBSは大半のセクターが好パフォーマンスをみせている。とりわけ好調なのが複数世帯住宅と、

上記は2017年3月現在の債券運用部門による見直しおよび意見を示すものであり、市場環境および経済環境等の変化により変更される場合があります。データについては特に記載のない限り2017年2月末現在です。

ホテル、オフィスビルである。対照的に、全米ベースの大手小売店の店舗閉鎖に歯止めがかからないとみられるなか、小売りショッピング・センターに対しては、かなり慎重な姿勢をとっている。このような環境では個々の証券の選別が極めて重要である。スプレッド拡大に伴い割安な投資機会が台頭している一方で、不動産によってはクレジット問題を抱えているものもあり、地雷を踏みかねないからだ。AAA格CMBSは総じて「適正水準」にあるとみられ、現在のクレジット面での懸念からも概ね切り離されている公算が大きい。これに対してBBB格CMBSについては、銘柄によってパフォーマンスに極端なバラつきが出そう。同セクターでは、極めて魅力的な利回り機会を提供している銘柄と、より重大なリスクが懸念される銘柄が混在している状況にある。CMBSセクターに対する投資家の下支えはこの数ヶ月間、改善基調にあり、供給もスローダウンしつつある。全体として、商業用不動産市場のファンダメンタルズは引き続き堅調に推移する見通しだ。景気回復、失業率の低下、賃金上昇、企業の支出増大が、その追い風となろう。以上の点を踏まえて同セクターを引き続きオーバーウェイトする。

欧州では、MBSおよびCMBSについて、これまでの大幅なオーバーウェイトから穏やかなオーバーウェイト見通しにシフトした。英国のEU離脱決定を受けてファンダメンタルズの不透明感が高まっていると考えられるにもかかわらず、今やスプレッドがBrexit前の水準よりもタイトになっていることによる。しかしながら全体としては、同セクターに対してポジティブな姿勢を堅持する。欧州中央銀行（ECB）とイングランド銀行は当面、金利を低水準に誘導するとの確信は揺るがず、こうした緩和策が欧州経済と、さらに重要な点として不動産市場の追い風になるとの考えは変わらない。欧州では住宅用不動産担保証券（RMBS）およびCMBSの新規発行額は、今も失望的なまでの低水準にとどまっている。だが、発行以来時間が経過したRMBSやCMBS

の中には依然として魅力的な案件が散見される。金利が低く、不動産価格が上昇傾向にあるなど、ファンダメンタルズが健全な限り、引き続き欧州RMBSおよびCMBS市場を選好する。

## 2. 市場サマリー

2月は先進国全般にわたって利回りが低下した。ドルは多くの新興国通貨に対して下落したものの、先進国通貨の大半に対しては上昇した。

2月は米10年債利回りは11bps低下、2年債-10年債のイールドカーブは9bpsフラットニングした。独10年債利回りは23bps低下、独2年債利回りは20bps低下した。イタリアとポルトガルの10年債利回りはそれぞれ18bpsと31bps低下した。スペインの10年債利回りは5bps上昇した。ギリシャの10年債利回りは67bps低下して他のユーロ圏周縁国をアウトパフォームした。ギリシャ救済をめぐるユーロ圏諸機関との交渉のトーンが改善したことが好感された。日本の10年国債利回りは3bps低下した。

2月、ドルは上昇し、ユーロは2.0%下落した。英ポンドは1.6%下落、日本円はほぼ横ばいとなった。メキシコ・ペソは3.6%上昇し、最も上昇した通貨となった。メキシコ中央銀行がメキシコ・ペソ防衛策を打ち出したことが背景である。原油（ブレント原油）価格は55ドルで横ばいとなった。

### 先進国債券市場

米国では、FRBが連邦公開市場委員会（FOMC）の議事要旨を公表した。FOMCのトーンはほぼ中立的だった。参加者は、経済指標が予想通りなら比較的早期に利上げが行われるとみていたものの、3月の利上げについては特段の見通しを示さなかった。しかしながらその後、ウィリアムズ・サンフランシスコ連銀総裁およびダドリー・ニューヨーク連銀総裁が、現在の景気指標は比較的早期の利上げを正当化するとコメントを発表したのに伴い、市場は3月の利上げを織り込んでいった。2月の非農業部門雇用者数は27万7,000人増加し、

予想の18万人増を大幅に上回った。失業率は4.8%に小幅上昇、コンセンサス予想を0.1%上回った。労働参加率が62.9%に上昇したことによる。時間当たり平均賃金は前月の2.8%増から2.5%増に低下した。ISM（サプライマネジメント協会）発表の1月の製造業景況感指数は56.0に上昇し、コンセンサス予想の55.0を上回った。第4四半期のGDP成長率は前期比1.9%となり、速報値通りだったが、コンセンサス予想の2.1%を下回った。この結果、2016年通年の成長率は1.9%となった。1月の総合CPIは2.5%となり12月の2.1%から上昇した。主因は原油価格上昇のベース効果。1月のコアCPIは2.3%だった。

ユーロ圏では、ECBは1月の政策理事会の議事要旨を公表した。委員会は量的緩和（QE）をめぐる運営上の問題を明らかにした。政策の優先度は利回りが預金金利を上回る資産の買い入れに置かれるべきだが、委員会は預金金利を下回る債券を買い入れたら、キャピタル・キー（ECBへの出資割合）から一時的に乖離することも可能であることが示唆された。経済指標を見ると、1月のユーロ圏製造業PMI（購買担当者景気指数）は55.2となり、12月の水準と一致、コンセンサス予想の55.1から上昇した。2016年第4四半期のユーロ圏GDP成長率は前期比0.4%となり、コンセンサス予想の0.5%を下回った。この結果、2016年通年の成長率は前年比1.7%となった。1月のユーロ圏インフレ率は1.8%となり、12月の1.1%から上昇した。

英国では、1月の金融政策委員会でイングランド銀行は金融政策を据え置いた。声明のトーンは中立だった。金融政策委員会は目標を上回るインフレを抑え込むことと、減速しつつある経済を下支えすることの2つの目標を達成する必要性を示唆した。経済指標については、1月の総合CPI上昇率は前年同月比1.8%となり、12月実績を上回ったものの、コンセンサス予想の1.9%は下回った。コア・インフレ率は1.6%にとどまり、コンセンサス予想の1.7%を下回った。

上記は2017年3月現在の債券運用部門による見通しおよび意見を示すものであり、市場環境および経済環境等の変化により変更される場合があります。データについては特に記載のない限り2017年2月末現在です。

12月の失業率(3カ月平均)は4.8%で横ばいとなった。第4四半期のGDP成長率は前期比0.7%に上方修正され、コンセンサス予想の0.6%を上回った。この結果、2016年の成長率は2.0%となった。1月の英国の製造業PMIは55.9となり12月の56.1から低下した。コンセンサス予想とは一致した。

日本については、日銀は金融政策を据え置いた。経済指標に関しては、1月の製造業PMIは52.7となり、12月の52.4から上昇した。第4四半期のGDP成長率は前期比0.2%となり、予想の0.3%を下回った。この結果、2016年の成長率は1.0%となった。12月の全国コアCPI(食品およびエネルギーを除く)上昇率は横ばいとなり、11月の水準から低下したものの、コンセンサス予想の-0.1%を上回った。

#### 新興国債券市場

2月の新興国債券市場は上昇した。ドルが下落し、米国債利回りが小幅低下したことが追い風となった。投資家は資産「リフレ(すなわち、インフレ期待上昇の可能性)」とコモディティ価格の値上がり性に注視した一方で、米国の通商政策変更がもたらし得る深刻な懸念については、様子見姿勢に転じた。米政府がどのような政策提案を行うか、そしてそれが貿易の流れや海外直接投資、インフレ・ダイナミクスにどのような影響を及ぼすかが不透明な状況下、投資家はパフォーマンスの牽引役として、ファンダメンタルズと個別材料に着目した。当面、こうした状況が続くようである。

また2月は中央銀行の行動に対する注目度が大きく高まった。メキシコ中央銀行(Banxico)が新たな為替介入策を発表した。これは、ノンデリバブル・フォワード(NDF)トレードを提供し、メキシコ・ペソで決済することによって、外貨準備高を減少させることなく通貨をコントロールできるようにすることが目的である。メキシコ中央銀行は、50bpsの利上げに続いてこの

図表2  
主要国の国債利回り

国	2年債利回り (%)	当月変化 (BPS)	5年債利回り (%)	当月変化 (BPS)	10年債利回り (%)	当月変化 (BPS)
オーストラリア	1.81	3	2.25	4	2.72	1
ベルギー	-0.57	-11	-0.21	-23	0.71	-28
カナダ	0.74	-3	1.09	-3	1.62	-14
デンマーク	-0.66	-11	-0.38	-23	0.50	4
フランス	-0.52	-4	0.02	-12	0.88	-15
ドイツ	-0.90	-20	-0.57	-17	0.20	-23
アイルランド	-0.45	0	0.17	-26	0.89	-29
イタリア	-0.02	-6	0.83	-10	2.08	-18
日本	-0.26	-7	-0.14	-5	0.06	-3
オランダ	-0.82	-17	-0.41	-21	0.48	-10
ニュージーランド	2.17	-14	2.58	-14	3.23	-14
ノルウェー	0.63	-15	0.95	32	1.71	-1
ポルトガル	0.02	-5	1.82	-31	3.88	-31
スペイン	-0.13	13	0.49	15	1.64	4
スウェーデン	-0.66	-13	-0.15	-24	0.53	-21
スイス	-0.96	-9	-0.70	-16	-0.23	-17
英国	0.09	-5	0.54	-8	1.14	-28
米国	1.18	-2	1.85	-7	2.35	-11

出所:ブルームバーグ 2017年2月28日現在

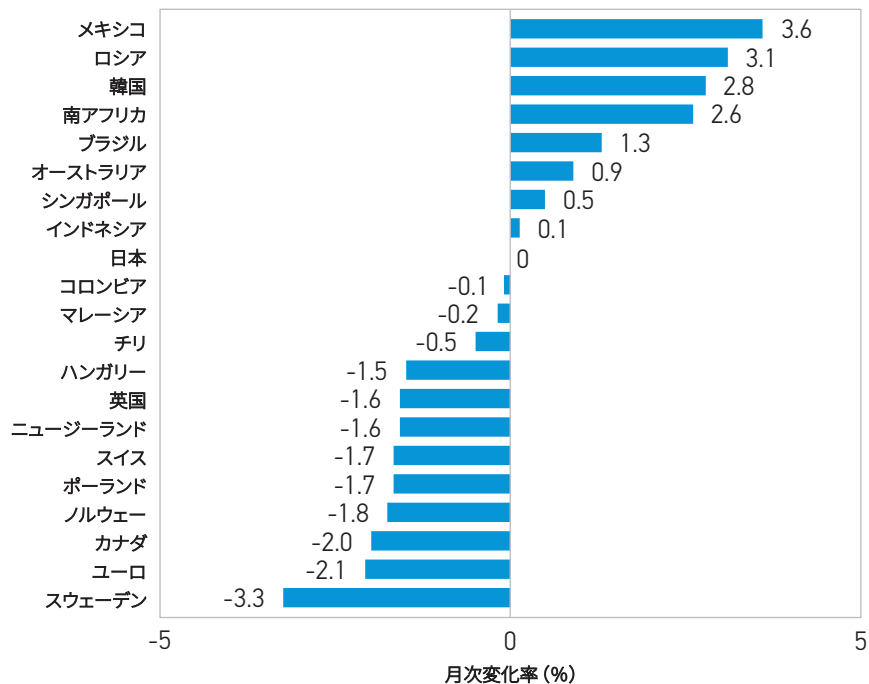
措置を導入した。市場は25bpsの利上げを予想していたが、中央銀行は引き続き通貨下落に歯止めをかけるべく、予想を上回る利上げに踏み切った格好だ。メキシコ中銀は、通貨下落に歯止めをかけることで、インフレ率上昇の抑止を目指している。インドネシア銀行は、直近の政策会議で政策金利を4.75%に据え置いた。アルゼンチン中央銀行も同様に、政策金利を24.75%に据え置いた。インドでは、中央銀行(RBI)が金利を据え置き、利上げを予想していた投資家を驚かせた。RBIの金融政策委員会は根強いインフレに懸念を表明し、緩和サイクルの終了を示唆した。

中国の外貨準備高は123億ドルと小幅に減少して2.998兆ドルとなり、2011年2月以来の最低水準を記録した。外貨準備高が絶対水準で見て数年ぶりの低水準に落ち込んだことがメディアの関心を呼んだものの、実際には減少ペースは鈍化している。中国が低成長軌道への経済の移行を進めるとともに、起こり得るテール・リスクに立ち向かうための原資として、投資家は引き続き外貨準備高の水準を注視している。IMFはモンゴル政府への支援を発表した。支援は、約4億4,000万ドルに上る期間3年の拡大信用供与措置(EFF)の提供を通じて行われる。モンゴル政府は過去数年にわたるコモディティ価格下落を受けて、大幅な財政赤字を計上し、財政再建に迫られ

上記は2017年3月現在の債券運用部門による見通しおよび意見を示すものであり、市場環境および経済環境等の変化により変更される場合があります。データについては特に記載のない限り2017年2月末現在です。

**図表3**  
対米ドルでの月次為替変化率

(プラス：上昇、マイナス：下落)



出所：ブルームバーグ。2017年2月28日現在

ている。IMFの支援は財政再建の手助けとなろう。エクアドルでは、与党候補のレニン・モレノ氏が、大統領選挙の第1回投票で勝利を取ることができなかった。これを受けて、4月に保守派の元銀行家、ギジェルモ・ラソ候補（市場はラソ候補を支援）との決戦投票が行われる。

#### 1) 米ドル建て新興国債券

2月の米ドル建て新興国国債・準国債はJPモルガンEMBIグローバル・インデックスで2.08%となり、年初来のパフォーマンスは3.54%となった。低格付け・高利回り債のパフォーマンスが投資適格債とほぼ同等となった。エジプト、エチオピアなどの個別材料にパフォーマンスが左右されがちな小国の債券と、モンゴル、イラク、ザンビア、ベリーズ、アンゴラ、ガボンなどのコモディティ輸出国の債券がアウトパフォームした。他方、モザンビーク、スリナム、ガーナ、ラトビア、スロバキア、アルメニア、リトアニア、セルビア、クロアチアの債券が市場全体をアンダーパフォームした。

#### 2) 現地通貨建て新興国債券

2月の現地通貨建て新興国国債のリターンはJPモルガンGBI-EMグローバル・デバースィファイド・インデックスで1.80%となり、年初来のパフォーマンスは4.09%に達した。新興国通貨は対米ドルで1.11%上昇した。新興国債券のリターンは現地通貨ベースで0.70%となった。対米ドルでの通貨下落がルーマニア、ハンガリー、ポーランド、チリ、コロンビア、マレーシア国債のパフォーマンスの足枷となった。ペルー、インドネシア、タイ国債も市場全体をアンダーパフォームした。これに対し、トルコ、メキシコ、南アフリカ、ブラジル、ロシア、フィリピン国債は市場全体をアウトパフォームした。

#### 3) 新興国社債

新興国社債の2月のリターンは、JPモルガンCEMBIブロード・デバースィファイド・インデックスで1.39%となった。2月は、高利回り・低格付け社債が高格付け社債をアウトパフォームした。地域別では、ラテンアメリカ（メキシコ、ブラジル、ガテマラ、チリ）、ア

リカ（ナイジェリア、南アフリカ）、欧州（チェコ共和国、ポーランド）が市場を先導し、中東（イスラエル）、アジア（マレーシア、香港）が出遅れた。セクター別では、金属・鉱業、製造、インフラ、消費関連、石油・ガスが市場全体をアウトパフォームし、公益事業、運輸、TMT（テクノロジー・メディア・通信）、デバースィファイドの各セクターが出遅れた。

#### 投資適格債市場

2月は米国投資適格市場ではスプレッドが5bps縮小し、月末の対米国債スプレッドは115bpsとなった。BBB格クレジットと金融債が市場全体をアウトパフォームした。エネルギーは2月に市場全体をアンダーパフォームし、過去数ヶ月間のアウトパフォーマンスから流れが大きく変わった。ただし2月のアンダーパフォーマンスにもかかわらず、エネルギーの超過リターンは依然としてプラス圏内にある。産業間、セクター間の分散が低水準にとどまるなか、米投資適格市場における年初来の主要なテーマとして、個別リスクの再燃に改めて焦点が集まった。2月を通じて、数銘柄で収益関連ボラティリティが高まった。失敗に終わったM&Aがニュースフローを席卷した。米国投資適格債市場では、テクニカルが引き続き支援要因となった。供給額は過去最高となった1月のベースから大幅に減少した。それでも、月間発行額は依然1,000億ドル近くに上った。絶対ベースでの発行額の減少が、ポジティブなテクニカル要因として市場を下支えた。ディーラーと投資家が供給を消化するのが容易になったからである。2月の新発債のパフォーマンスは良好で、新発債のスプレッドは発行日から月末日までに加重平均で10bps縮小した。年初来では、発行額は昨年のペースを20%以上上回っている。しかしながら、M&Aの残高減少を受けて、今後数ヶ月にわたり、発行ペースは鈍化しよう。2月に新発債のコンセッションは低下した。新発債に対する需要が高水準だったことによる。米投資適格クレジットのコンセッションは、2014年のサイクルの底（100bps）に向けて引き続き低下するとみられる。金融債を中心に、クレジットをオーバーウェイトする。

上記は2017年3月現在の債券運用部門による見通しおよび意見を示すものであり、市場環境および経済環境等の変化により変更される場合があります。データについては特に記載のない限り2017年2月末現在です。

米国と異なり、欧州投資適格市場は2月にポジティブな超過リターンを生み出せなかった。欧州スワップ・スプレッドの拡大がパフォーマンスの足枷となった。欧州投資適格債のスプレッドは4bpsワイド化した。しかしながら、ベンチマーク利回りの急落を受けて、2月の同資産クラスのトータルリターンは依然プラス圏内にとどまった。当月に顕著にアンダーパフォームしたのはフランスである。大統領選をめぐる不透明感がセンチメントを冷やした。公益事業（8bpsワイド化）が製造セクター（2bpsワイド化）と金融セクター（6bpsワイド化）をアンダーパフォームした。セクターについては、公益事業と天然ガスが大幅にアンダーパフォームした。一方、金属・鉱業はアウトパフォームした。満期の短い債券（1-3年）がアウトパフォームした。利回りがプラスの短期債に対する旺盛な需要が追い風となった。対照的に7-10年満期債は軟化した。2月の総発行額は389億ユーロ（金融債が185億ユーロ、非金融債が204億ユーロ）にとどまり、1月の水準から鈍化した。金融債の発行がスローダウンしたことが最大の要因。英ポンド建て投資適格債の総発行額は45億ポンド（金融債32億ポンド、非金融債は13億ポンド）と高い水準で推移し、年初来の発行額は97億ポンドに達した。社債買入れスキーム（CBPS）により、純発行額がかなり抑えられたことを背景に、新規発行額もセカンダリー発行額も好調だった。

#### ハイイールド債市場

投資適格市場と同様、米ハイイールド債市場も2月は底堅く推移した。2月の米ハイイールド市場のトータルリターンは1.46%、超過リターンは1.12%となった。米5年債および10年債がそれぞれ3bpsと5bps低下したことが背景となった。低格付けハイイールド債が市場全体をアウトパフォームし、CCC格クレジットがB格およびBB格クレジットをアウトパフォームした（それぞれ67bps、18bps、13bpsタイト化）。同資産クラスの直接利回りは5.58%に達した。最も高いパフォーマンスを上げたのは医薬品、

**図表4**  
新興国国債のスプレッド変化

国	米ドル建て債券 スプレッド (BPS)	当月変化 (BPS)	現地通貨建て債券 利回り (%)	当月変化 (BPS)
ブラジル	280	-11	9.9	-58
コロンビア	202	-7	6.8	8
ハンガリー	147	-14	2.2	7
インドネシア	198	-22	7.8	-8
マレーシア	130	-22	4.0	-2
メキシコ	275	-21	7.5	-3
ペルー	152	-7	6.2	10
フィリピン	98	-6	4.9	-32
ポーランド	88	-18	3.1	-2
ロシア	162	-14	8.3	20
南アフリカ	242	-21	9.3	0
トルコ	332	-21	10.7	-7
ベネズエラ	2050	-6	-	-

出所：JPモルガン。2017年2月28日現在

運輸サービス、ヘルスケア、ケーブル衛星の各セクターとなった。一方で、最も低迷したセクターは、小売、消費関連、スーパーマーケットとなった。米ハイイールド債市場では23件の新発債のプライシングが行われ、発行額は合計179億ドルに達した。

欧州ハイイールド債は2月も堅調に推移、リターンは1.22%を記録した。1月に引き続いて2月も月間を通して投資適格債とハイイールド債のリターンの差が縮小した。債券市場全体で利回りが極めて低い水準に低下したのに伴い、ハイイールド債に対する需要は依然堅調だった。供給が相対的に落ち着いた水準にとどまったことも、ハイイールド債に対する需要を後押しした。レバレッジの効いた長期資本の供給者として選好されたのはシンジケート・ローン市場で、マージンの低さと魅力的な契約条件が好感された。その結果、ハイイールド債市場の新規発行額が引き続き抑えられた。国債市場の反発を受けて、より質の高いBB格債がアウトパフォームした。デュレーションの

長さ金利上昇に対する感応度の高さが背景となった。対照的に、CCC格債はアンダーパフォームした。牽引役となったのは個別の材料。世界経済が景気後退を回避でき、デフォルト率が低水準にとどまる限り、ECBおよびBOEの社債買入れプログラムが、引き続き欧州投資適格クレジット市場とハイイールド・クレジット市場を下支えすることとなる。

#### 証券化商品市場

2月はエージェンシー MBSが控えめなパフォーマンスだったのに対し、クレジット関連証券化商品は全体として高いパフォーマンスを維持した。金利上昇と、それに伴うデュレーションの一段の長期化に対する懸念は、とりあえず和らいだ。金利が新たなレンジで安定したとみられることによる。しかしながら、FRBによるMBSポートフォリオの再投資停止に対する懸念が消えなかったことが足枷となり、エージェンシー MBSは引き続き小幅アンダーパフォームとなった。カレントクーポン物（新発物）エージェンシー

上記は2017年3月現在の債券運用部門による見通しおよび意見を示すものであり、市場環境および経済環境等の変化により変更される場合があります。データについては特に記載のない限り2017年2月末現在です。



図表5  
社債セクター別スプレッド変化

セクター	米ドル スプレッド水準 (BPS)	当月変化 (BPS)	ユーロ スプレッド水準 (BPS)	当月変化 (BPS)
インデックス	115	-6	124	+4
産業 (素材)	142	-12	102	-1
産業 (資本財)	89	-6	95	+2
産業 (消費財 [市況])	106	-9	111	+1
産業 (消費財 [非市況])	104	-6	104	+3
産業 (エネルギー)	139	-2	121	+3
産業 (テクノロジー)	97	-7	83	+4
産業 (運輸)	111	-2	110	+6
産業 (通信)	154	-3	127	+3
産業 (その他産業)	106	-6	150	+2
公益 (電力)	111	-2	123	+6
公益 (ガス)	119	-4	123	+10
公益 (その他公益)	135	-6	110	+10
金融 (銀行)	105	-9	122	+5
金融 (証券)	122	-9	115	+0
金融 (金融会社)	114	-18	98	+1
金融 (保険)	121	-5	249	+2
金融 (REIT)	134	-5	137	-1
金融 (その他金融)	151	-9	162	+4

出所：ブルームバーグ・バークレイズ。2017年2月28日現在

MBSの、デュレーションの等しい米国債に対する名目スプレッドは、前月の水準から1bpワイド化して99bpsとなった。オプション調整後スプレッド (OAS) の、デュレーションの等しい米国債に対するスプレッドは1bpワイド化して10bpsとなった。2月は金利低下がスプレッド拡大のネガティブな影響を打ち消した結果、ブルームバーグ・バークレイズ・キャピタル米国MBSインデックスは0.47%上昇した。FRBはエージェンシー MBSの規模を1.75兆ドルに維持するため、エージェンシー MBSを約300億ドル買入れた。しかしながら、ポートフォリオの再投資終了をめぐる議論は一段と活発化した。FRBは2016年に約4,000億ドルのエー

ージェンシー RMBSを購入しており、再投資が停止されれば、エージェンシー MBS市場に多大な悪影響が及びかねない。

キャッシュフローとクレジットのパフォーマンスが引き続き改善したことで、非エージェンシー MBSのスプレッドは1月の流れを引き継いで2月もタイト化した。基本的に、米住宅市場およびモーゲージ市場の状況は依然として明るい。最近の住宅価格の上昇にもかかわらず、米国では過去の水準と比べて住宅が買いやすい状態が続いている。住宅ローンのパフォーマンスも依然堅調だ。1月の新規デフォルト率は年率0.7%で前月比ほぼ横ばいとなったものの、2016年1月の0.8%から低下し、過去10年間の最低

を記録した。失業率が低く、経済が緩やかな改善に向かっており、住宅価格が今も約10年前のサブプライム・ローン危機からの回復局面にある状況において、住宅ローン関連クレジットのパフォーマンスは、引き続き改善が見込まれる。

1月にタイト化していたCMBSのスプレッドは、2月に若干ワイド化した。AAA格CMBSが2-5bps程度ワイド化、BBB格CMBSも10-25bpsワイド化した。AAA格CMBSは過去9ヶ月にわたって一貫してタイト化した。今やタイト化余地はほとんどなくなりつつある可能性がある。一方、BBB格CMBSは、担保ローンによって、パフォーマンスが大幅にばらつき始めている。オフィスビル、ホテル、産業関連施設、賃貸用複数世帯住宅を担保とするCMBS案件に対する需要は旺盛だが、小売りショッピング・センターへのエクスポージャーの大きいCMBS案件は、大幅な売り圧力にさらされている。小売店の閉鎖が増加し、小売り企業の収益が不振に陥っていることを背景に、多くの小売り不動産に対する信用懸念が高まっている。2月の非エージェンシーCMBSの新規発行額は引き続き低水準で、わずか20億ドル超の案件がプライシングされただけだった。年初来の発行額も40億ドル弱にすぎない。2017年に発行される非エージェンシーCMBSは500億-600億ドルに上るとみられているが、現在はこの発行ペースにまったく届いていない。2017年1月1日に発効した新たな信用リスク保持規制が、CMBSの新規発行市場の冷え込みに多大な影響を及ぼしていると思われる。

基本的に、CMBSのパフォーマンスは引き続き健全だ。1月の商業用不動産価格は前月比横ばいとなったが、過去12ヶ月間では3.0%上昇している。商業用不動産価格は過去数年にわたり年間10%超の上昇を記録した後だけに、価格上昇ペースは減速しつつあるが、それでも依然としてプラス圏内で推移している。商業用不動産価格は現在、2007年8月につけた前回のピークを26.7%上回っている。ホテルの入居率は

上記は2017年3月現在の債券運用部門による見通しおよび意見を示すものであり、市場環境および経済環境等の変化により変更される場合があります。データについては特に記載のない限り2017年2月末現在です。

前年同月比横ばいとなったものの、過去15年間の最高に近い水準を維持しており、2011年の水準からは5%以上上昇した。全米オフィス空室率は2016年第4四半期に12.9%に低下、2008年第1四半期以来最も低い水準となった。2016年第3四半期に複数世帯住居の空室率は0.2%上昇して4.5%に達した。とはいえ、依然として過去13年間の最低に近い。複数世帯住宅の価額は2016年初来第3四半期までの期間に10%値上がりした。これはすべての不動産の値上がり幅の2倍以上に相当する。CMBSの発行額は今年に入って減速し始め、2018年には一段と急減すると予想されている。しかも実物不動産のファンダメンタルズは引き続き堅調とみられることから（小売りショッピング・センターを除く）、CMBSは2017年に好パフォーマンスが期待できよう。

2月に欧州MBSのスプレッドは10-15bpsタイト化し、引き続きBrexit前の水準より大幅にタイトな水準となった。供給が限定的だったことから、ECBによるABSの買い入れペースは依然鈍く、1月の欧州ABSポートフォリオは5億ユーロ拡大したのみである。2017年1月現在、ECBは234億ユーロの欧州ABSを保有している。2016年の欧州のABS発行額は910億ユーロに達し、2015年の790億ユーロを上回った。規制上の制約に照らせば、2017年も証券化商品の発行額は、引き続き相対的に低水準にとどまると予想する。

当資料の複製、公衆への提示・引用および販売用資料への利用はご遠慮ください。当資料はモルガン・スタンレー・インベストメント・マネジメンが海外で発行したレポートを邦訳したもので、すべてのデータはモルガン・スタンレー・インベストメント・マネジメンの債券運用部門によるものです。邦訳に際してその解釈や表現に細心の注意を払っておりますが、邦訳による解釈や表現の違いが生じる場合は英文が優先し、我々は一切の責任を負いません。当資料に含まれる情報等の著作権その他のあらゆる知的財産権は我々に帰属します。我々からの事前の書面による承諾なしに、当該情報を商業目的に利用することを禁止します。

当資料の予想や見解は、必ずしもモルガン・スタンレー・インベストメント・マネジメンの会社としての予想や見解ではありません。また予想や見解が実際に実現するとは限らず、将来のパフォーマンスを示唆するものではないことにご留意ください。当資料の情報はモルガン・スタンレーの金融商品にかかわるものではなく、また商品を推奨するものでもありません。当資料で表明された見解は原書執筆時点の筆者の見解であり、市場や経済、その他の状況による変化を免れません。これらの見解は推奨意見ではなく、広範な経済テーマの説明としてご理解ください。

当資料は情報提供のみを目的としたものであり、金融商品取引法、投資信託及び投資法人に関する法律に基づく開示資料ではありません。また、商品の売買の助言もしくは勧誘または我々が提供するサービスに関する勧誘を意図するものではありません。当資料に含まれる情報は信頼できる公開情報に基づいて作成されたものですが、その情報の正確性あるいは完全性を保証する

ものではありません。当資料で表示している過去の実績は、必ずしも将来の結果を保証するものではありません。当資料に掲載されている数値、図表等は、特に断りのない限り原書執筆時点現在のものです。また、当資料に示す意見は、特に断りのない限り原書執筆時点の見解を示すものです。当資料で表示した分析は、一定の仮定に基づくものであり、その結果の確実性を表明するものではありません。分析の際の仮定は変更されることもあり、それに伴い当初の分析の結果と重要な差異が生じる可能性があります。

我々およびモルガン・スタンレーは、当資料に含まれる情報を利用し、信頼しまたは利用できなかったことに起因する一切の直接および間接の損害に対する責任を負いません。

#### お問い合わせ先

モルガン・スタンレー・インベストメント・マネジメン株式会社

〒100-8109

東京都千代田区大手町1-9-7

大手町フィナンシャルシティ サウスタワー

tel: 03-6836-5100

金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第410号

一般社団法人投資信託協会会員、一般社団法人日本投資顧問業協会会員

一般社団法人第二種金融商品取引業協会会員

ウェブサイトをリニューアルしました  
[www.morganstanley.co.jp/im](http://www.morganstanley.co.jp/im)